



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988



Industria Cementera

Patricio Del Basto A.
patricio.delbasto@humphreys.cl

FICHA TÉCNICA

Noviembre de 2025

Hechos recientes

La compañía belga Carmeuse concretó la adquisición del 97% de Cementos Bío Bío mediante una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA), realizada entre el 13 de agosto y el 11 de septiembre, por un monto aproximado de US\$490 millones.

Fundada en 1860, Carmeuse es uno de los principales productores mundiales de piedra caliza y cal.

Consideraciones

El presente documento entrega información para empresas orientadas a la venta de cemento y registradas en la Comisión para el Mercado Financiero. La información fue obtenida de los reportes que elabora *Humphreys Advisors* y directamente de fuentes públicas, con fecha de corte junio de 2025.

En particular, este documento se centra en las siguientes empresas:

1. Cementos Bío Bío S.A. (Cementos Bio Bio)
2. Melón S.A. (Melón)
3. Cemento Polpaico S.A. (Polpaico)

De acuerdo con la metodología utilizada por *Humphreys*, los indicadores presentados deben ser contrastados con elementos particulares que presenta cada compañía dentro de la industria en la que participa y que, en definitiva, le dan viabilidad de largo plazo (dentro de los elementos más relevantes destacan la escala del negocio, la distribución geográfica de las ventas, la distribución de ventas por mercado sectorial, la concentración y características de los clientes, diversidad de líneas de negocio, capacidad de abastecimiento, estructuración de la deuda, resultados financieros y fortalezas de la administración).

En Chile, el sector cementero está altamente concentrado, destacando las barreras de entrada (debido a los costos de inversión en plantas y la tecnología necesaria para producir cemento a gran escala, sumado a la necesidad de desarrollar canales de ventas), compitiendo principalmente vía precio dado que el cemento es un producto que tiene acotados grados de diferenciación. De esta manera, como principales actores resaltan Cementos Bío Bío (segmentos operacionales: "cementos", "cal" y "otros"), Polpaico (segmentos operacionales: "cementos" y "áridos") y Melón (segmentos operacionales: "cementos" y "áridos"). Características como la fuerte relación a la actividad económica (principalmente al sector de la construcción).

Considerando Cementos Bío Bío, Polpaico y Melón como referencia, los despachos de cemento en 2024 sumaron 3,7 millones de toneladas, un 0,6% inferior al año anterior (y un 10,2% inferior a los niveles exhibidos en 2020), mientras que, en los últimos doce meses terminados en junio de 2025, el total fue de 3,3 millones de toneladas.

Por otro lado, considerando las mismas empresas como referencia, los despachos de hormigón en 2024 fueron de 5,1 millones de metros cúbicos, un 4,0% inferior al año anterior, mientras que, en los últimos doce meses terminados en junio de 2025, el total fue de 4,3 millones de metros cúbicos.

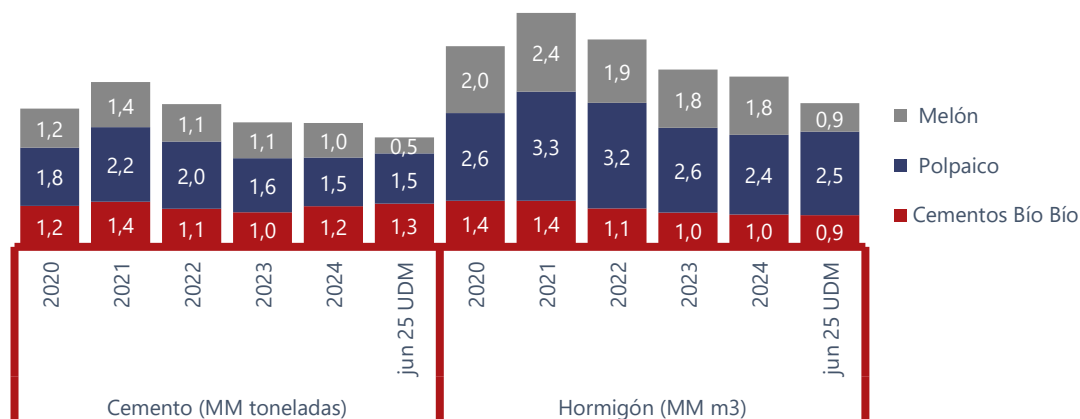


Ilustración 1: Despachos cemento y hormigón por empresa

Evolución ingresos

En el periodo de evaluación, en términos reales y anualizados, se observa que los ingresos de Cementos Bío Bío y Polpaico exhibieron una tendencia decreciente hasta 2019, situación que para el primero se acrecentó con la pandemia en 2020 (en ese año Melón también presentó una caída). No obstante, Polpaico, ese año, mostró un alza en sus flujos consolidados, dado que en el tercer trimestre incorporó los resultados de Cementos Bicentenario tras fusionarse por incorporación con Gamma Cementos -en ese entonces matriz de Cementos Bicentenario-. En 2021, las firmas presentaron una fuerte recuperación, a partir de una regularización de las actividades productivas otorgando mayor dinamismo a las ventas. Sin embargo, en los años posteriores, Melón y Polpaico exhibieron caídas por una menor actividad en el sector de cementos; factores como mayor nivel de tasas de interés y la disminución de la inversión en proyectos de construcción e infraestructura, generaron un entorno menos favorable, afectando directamente la demanda de cemento y ralentizando la recuperación.

En los últimos doce meses terminados en junio de 2025 se presentó cierta recuperación en las ventas de Melón y Polpaico explicado principalmente por mejoras en los precios promedio del cemento.

Por su parte, Cementos Bío Bío ha mantenido relativamente estables sus ventas desde 2021, considerando que el negocio de cal ha permitido compensar en parte las pérdidas en el dinamismo de despacho de cemento.

En los últimos doce meses terminados en junio de 2025, en términos de escala, Polpaico destaca como la empresa con mayor nivel de ventas alcanzando los \$ 368.219 millones, seguido por Cementos Bío Bío con \$ 362.062 millones y Melón con \$ 260.022 millones.

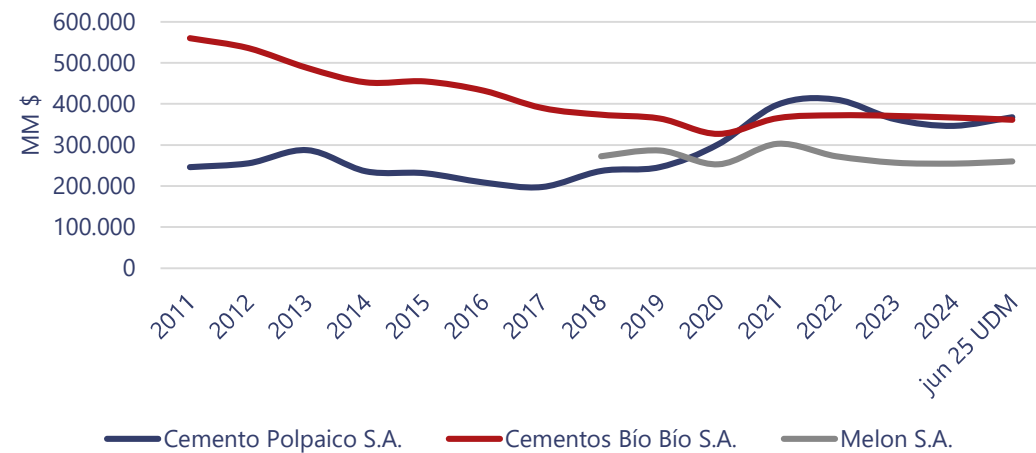


Ilustración 2: Ingresos anualizados ajustados por inflación

Evolución rentabilidad

El margen EBITDA de las empresas del sector ha exhibido valores bastante dispares en los últimos años. El mayor margen lo obtuvo Cementos Bío Bío en los últimos años, con un 20,4% en lo más reciente, en relación con el 15,0% de Melón y el 7,6% de Polpaico. Asimismo, el margen más estable es el de Cementos Bío Bío, que obtuvo un coeficiente de variación en torno a 15,7% desde 2020 a la fecha (en relación con el 40,0% de Polpaico y 44,7% de Melón en el mismo periodo). Lo anterior se explica en parte por la configuración del negocio de la sociedad, ya que gran parte de su EBITDA

lo genera el segmento “cal” que es un insumo estratégico para la minería y que presenta márgenes más estables.

Cabe mencionar que Cementos Bío Bío ha incrementado su margen EBITDA en los últimos años, producto del mejor desempeño en su negocio de cal y mejoras operativas para el control de costos y gastos.

Por su parte, Melón exhibió un alza importante en el último periodo por concepto de mejoras en los márgenes operacionales tanto del negocio de cemento como de hormigón, producto de mejores precios y una mayor eficiencia que permitió reducir los costos operacionales, y además percibió otros ingresos operacionales asociados a la indemnización recibida por el siniestro en Puerto Ventanas.

Polpaico por otro lado, exhibió su punto más bajo en 2023 y presentó una mejora en 2024 que se mantuvo en lo más reciente, y que se asocia a una subida de precios por aumentos focalizados y una optimización en el *mix* de productos, normalización de las operaciones en la Planta Mejillones, que al inicio de 2023 enfrentó una contingencia que interrumpió el proceso de descarga a granel, participación en proyectos que impactaron positivamente los resultados, y eficiencias a través de diversas iniciativas estratégicas implementadas entre 2023 y 2024.

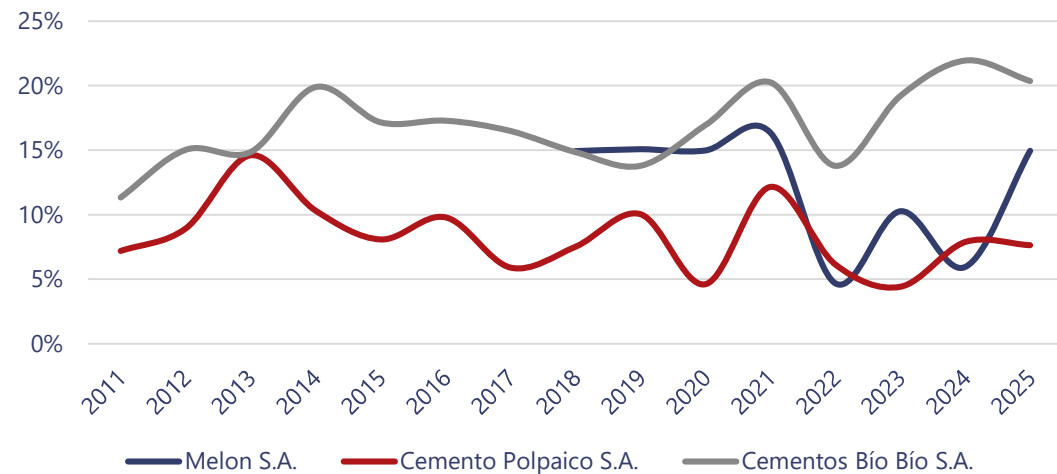


Ilustración 3: Margen EBITDA acumulado

Al analizar la rentabilidad sobre activo, Cementos Bío Bío se mantuvo como líder, en cuantía (mayor valor) y estabilidad. En términos generales en 2020, se observan niveles inferiores de rentabilidad, replicándose dicho comportamiento durante 2022, con caídas a nivel industria que fueron similares e incluso más profundas que lo exhibido en la pandemia.

Por su parte, Melón luego de exhibir pérdidas antes y después de impuestos en 2024, siendo a su vez su punto más bajo (menor volumen de venta de cemento, mayores gastos de mantenimiento en las plantas de cemento, término de proyectos en el sector minero, impuesto verde en el negocio de cemento, mayor tipo de cambio e ingresos extraordinarios en el año 2023 por anticipo de recupero del seguro por siniestro molienda Ventanas), exhibió mejoras relevantes a partir del fortalecimiento del resultado bruto, el alza de otros ingresos (según lo explicado anteriormente) y costos financieros, otros gastos y diferencias de cambio más favorables, pasando a obtener ganancias antes y después de impuestos.

En lo más reciente, Polpaico, ha exhibido una recuperación debido a una mejora en el resultado bruto ante una baja en los costos en 2024 (con mejoras en precios, normalización operaciones planta Mejillones, participación en proyectos y eficiencias) y mayores ventas en el primer semestre de 2025 (por un aumento en los volúmenes de ventas y en los precios promedio). Sin embargo, si bien se exhibió una mejora relevante en los resultados antes de impuestos, estos aún se mantuvieron en niveles negativos.

En síntesis, en periodos de debilitamiento de la demanda por cemento muestra la importancia de la diversificación de los flujos. En el caso de Cementos Bio Bío, su presencia en el mercado de cal ha evitado la caída en la rentabilidad hasta niveles negativos, que han experimentado los otros participantes de la industria en periodos pasados.

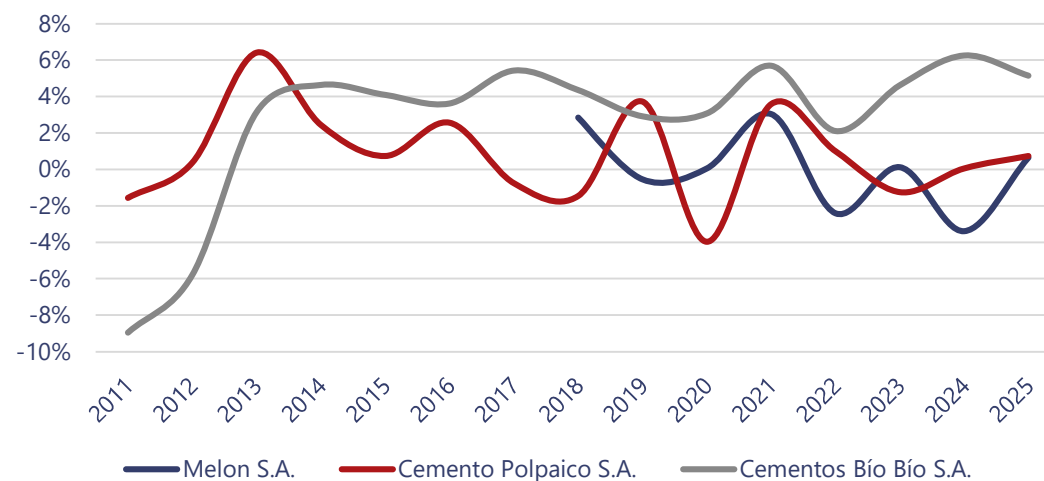


Ilustración 4: ROA anualizado

Evolución endeudamiento y liquidez

El endeudamiento relativo de Cementos Bío Bío y Melón, medido como pasivo total sobre patrimonio (*leverage*) tiende a ser bastante acotado en comparación con otras industrias.

Hasta finales de 2019, Polpaico era la firma con menor endeudamiento, exhibiendo niveles inferiores a la unidad para, posteriormente, presentar alzas abruptas en 2020 (producto de la fusión mencionada anteriormente), alcanzando las 2,1 veces en 2024. Cabe mencionar que, en comparación con la industria, Polpaico tendió a presentar una elevada proporción de pasivos en relación con el capital suscrito y pagado, situación que se fortaleció en lo más reciente considerando que a diciembre de 2024, la junta extraordinaria de accionistas de Polpaico acordó aumentar el capital por la suma de \$ 80.000 millones, con esto el capital emitido y pagado a la fecha ascendió a \$ 155.878 millones, un 95,1% superior a lo exhibido en diciembre de 2024 (en términos nominales). Por consiguiente, el *leverage* se acercó bastante al valor exhibido por las otras empresas, alcanzando las 1,1 veces en junio de 2025.

Por su parte, Melón y Cementos Bío Bío se mantuvieron relativamente estables alcanzando las 0,9 veces en junio de 2025.

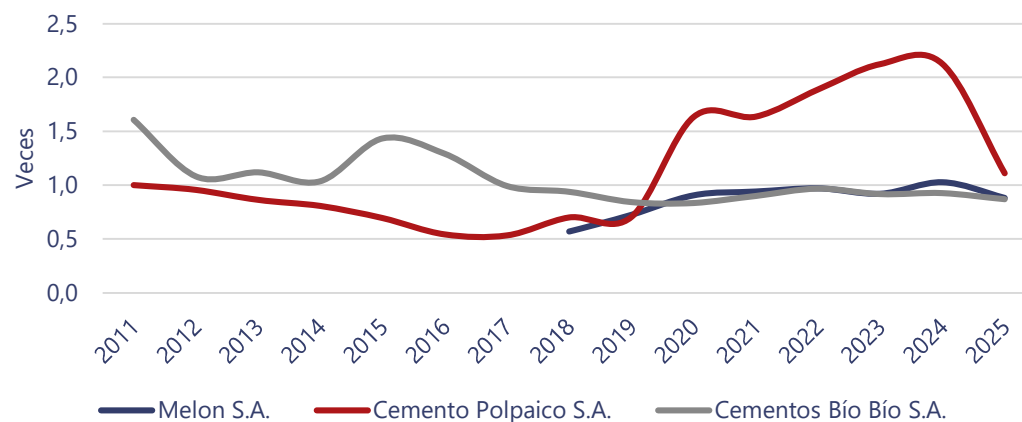


Ilustración 5: Leverage

Finalmente, la liquidez presentó una marcada tendencia a la baja desde 2018; a niveles agregados, la deuda financiera de corto plazo pasó de representar el 13% del pasivo corriente en 2018 al 34% en junio de 2025, mientras que el nivel de efectivo se redujo del 19% del activo corriente en 2018 al 15% en junio de 2025 (aunque la mejora de Polpaico en el último periodo se atribuye a mejoras en efectivo y reducciones en compromisos de corto plazo). En consecuencia, en junio de 2025 Cementos Bío Bío, Polpaico y Melón alcanzaron indicadores de 1,4 veces, 1,1 veces y 0,7 veces, respectivamente.

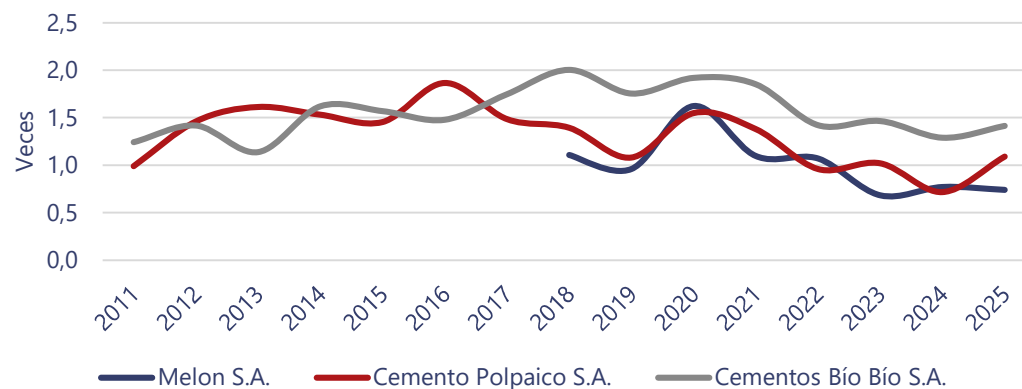


Ilustración 6: Liquidez